

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第四小委員会委員 北川 哲雄

スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード及び伊藤レポートが示唆していることの一つは長期投資家の育成である、と解することができる。

とすれば、長期投資家、主に株式におけるアクティブ運用を行っている場合、真摯に財務情報に基づきファンダメンタルズ分析を行うだけでなく、非財務情報、ESG情報等を読み込むことが必然となった。

日本企業のCFOの方々から、最近欧州の投資家のインハウスESGアナリストからの訪問を時々受けるようになったと聞く。その質問は誠に意表を突く厳しいものであるらしい。

ある医薬品企業のCFOの方によると—
—私（ESGアナリスト）は日本に来る前にある途上国の製薬会社A（原末を海外大手企業に供給している企業としても有名）の工場を視察したが、どうみてもGMP（米国食品医薬局が定める適正製造基準）に合致していると思えない。御社はA社と関連があるか否か。

—欧州の製薬会社Bは不正マーケティングで欧州のある国で制裁を受けた、御社は日本でB社と共同販売を締結しているが、日本での公正販売規約、御社の厳しい自己規制に即してB社も販売活動を行っているのか。

—御社の社外取締役にはサイエンスとファイナンス、Responsible Businessに関して精通した人はいないように思える。ある社外取締役の選任理由として「大所高所から示唆に富む発言を頂いている」と言うが、これは具体的にどういうことか。—またある社外取締役は他に3社も兼任している。株主の負託を受けて十分に機能する可能性があるのか?—等々である。

一方、財務情報について目を転じると「有価証券報告書」「決算短信」「決算参考資料」で開示されている総量は膨大なものである。「決算参考資料」は短信開示の際にアナリスト・投資家にとって有用（短信の開示項目を更に詳細にしたもので、過去の説明会でのアナリスト・投資家による関心事項を自主的に企業が投資情報の有用性を考え積み上げられた）と判断され開示されているものである。筆者（北川）の見るところ欧米企業より詳細な開示を多くの企業は行っている。企業の業績予想を精緻に行う上で日本の投資家・アナリストは幸せであるとさえ言えよう。

しかしながら一方で、財務情報そのものをもっと効率的に利用し投資意思決定の基礎として役立てることも投資家・アナリストにとって重要である。東証における上場企業数は3,498社（2015年12月1日現在）に上る。ユニバースをそのうち時

価総額上位500社に絞るとしても、何らかのスクリーニング機能が必要となろう。いわゆるビッグデータは効率よく処理されて深く分析するか否かのツールとして機能しなければならない。

既に優れた情報ベンダーによって多くの分析ツールが提供されているが、いわゆる財務情報におけるビッグデータやXBRL (eXtensible Business Reporting Language) の発展は財務分析の高度化(非財務データも広範に取り組みことも予想される)が一層促進することになる。

一方で、冒頭に紹介したESG情報についても既に欧米においては優れた情報ベンダー、ESG情報提供機関がある。

わが国の長期投資家にとって、それらの情報をそしゃくした上で企業と対話する時代が来ていると言えよう。それがよく言われる「高質な対話」ということではないか。

「高質な対話」の実現とは講習会でロールプレイングを数回やって身につくものではないであろう。「投資家」のレベル・品性・姿勢に依存するものであり、そのことこそが投資家の付加価値の源泉だからである。

さて本特集は、以上の問題意識から「高度化する投資情報」と銘打っている。財務情報に関して2編、ESG情報から2編の論文を寄稿いただいた。以下概要を紹介しよう。

松山論文「ビッグデータと財務情報分析の未来—財務情報の価値は低下しているのか?—」は、価値関連性が低下していると指摘されている財務ビッグデータについて、企業が開示する情報が情報利用者に届くまでのプロセスに構造的な問題があることを指摘している。

著者(松山)の指摘によれば「財務諸表上の表示情報は増加している。また財務情報を補完する

ための有価証券報告書のMD&Aに代表される定性情報も情報全体を増やすことによって、情報利用者の要望に応えようとしている」と評価しながらも、一方で「企業の開示情報量が増加するほど、情報利用者は財務分析に利用している財務情報の内容が薄まってしまうというジレンマ」が生じていることになる。著者(松山)によれば開示情報が多様化されてもデータベースに収録される項目に変化がなければ、その実施的意義は情報利用者には伝わらないのである。

その一方で多様化に応じて項目数が増えればデータベースに過去の情報の連続性を担保することができないことになる。

このような構造問題に対する言及ののち、著者は今後の財務情報自体の有用性について触れている。財務分析における財務情報の有用性は変わらず、むしろ財務情報だけでは表現できない情報が投資判断において重要性が増大してきたためと分析している。このジレンマの解消手段として企業の内部財務管理目的に使われているKPI (Key Performance Indicator) を企業側が積極的に発信することの意義を示唆している。

ビッグデータを駆使して過去の財務情報の分析を計れても長期業績予想を行うためには企業の自主開示(定性情報)が投資家・アナリストにとって必要だということを意味している、とも言えよう。

坂上論文「XBRL情報の投資情報としての高度化一次世代EDINETにおけるInlineXBRLとディメンション技術の概要—」は既にある有価証券報告書の開示書類であるEDINETの次世代システムの財務分析(非財務情報も広範に含むことになるが)に及ぼす影響を述べている。

次世代EDINETの第一の特長として

特集

InlineXBRLの採用がある。

従来のEDINETは過去、ユーザーの要望に応える形で随時ユーザビリティを高めてきたという事実がある。例えば08年には「データの再利用がし易く多言語表示にも対応」（著者：坂上）できるようになったが、その代償として閲覧性が犠牲になったという経緯もあり、完全なものとは言えなかった。

しかしInlineXBRLは従来難しいとされたデータの再利用と閲覧性を同時に実現することに成功した。そのため著者はInlineXBRLは従来の難問をアウフヘーベン（止揚）したと評価している。

第二の特長として「ディメンション」機能の獲得である。ディメンション機能により縦横に広がる表形式の効果的データマイニングが可能になった、と言えよう。

ディメンションは「表の横軸項目」を表現するために使用する場合と「表の繰り返し項目」を表現するために使われることになる。その結果として「セグメント情報」（アナリスト・投資家にとっておそらく最重要な分析項目の一つ）の効果的データ作成が可能になると示唆している。

細かい技術的な論議は本論を参考にしていただくとして今後XBRLデータの投資情報としての価値は相当高まることを読者は実感されることであろう。

情報ベンダーを煩わせることなく投資家・アナリスト自身が自らXBRLを駆使する時代が来るのではないかと思わせる論考である。

鷹羽論文「ESG情報の可能性—投資意思決定での活用に向けて—」は欧米とりわけ欧州では重要な役割を果たしているESG情報ベンダーの提供する情報の特徴や活用方法について丁寧に記述されている。

「欧米の投資家はアセットオーナーもアセットマネージャーもESG情報を活用しながらより良い投資、より良いオーナーシップとは何かを模索」（著者：鷹羽）し始めている。アセットマネージャー及びアセットオーナーが長期的にポートフォリオのリスク要因になるESGリスクについて、それを測定・管理・低減したいと考えるのは当然であり、それをサポートしている機関の一つはESG情報ベンダーということになる。彼らは投資意思決定のプロセスに組み込みができるように洗練し加工した情報を提供している、と指摘している。なお、筆者は「ESG情報の投資意思決定プロセスへの組み込み」のことを「ESGインテグレーション」と呼んでいるが、それは本誌の読者にとって新鮮な指摘であろう。

そしてESGインテグレーションの目的は様々であり、その目的に応じて情報ベンダーも対応してきていると指摘している。

またESG情報リサーチ会社が発展し、投資家の代理として企業へのエンゲージメントを行いその結果をレポートとして提供するというエンゲージメントリサーチ専門会社のことが紹介されていることも興味深い。最後にアセットマネージャー側の利用例が紹介されている。わが国機関投資家にとって、これらの例は参考になると思われる。

林論文「高まるESG情報の重要性—投資家から見たESG情報の類型とESG情報提供機関の役割・動向を中心に—」ではシンクタンクの研究員の立場から長年調査に関わってきたESG情報についての知見が余すことなく述べられている。

著者（林）によるとESG情報は3類型できる。第一は「社会・環境問題に対する企業の認識、コーポレートガバナンスの現状・改善に対する情報」である。この中であまりわが国では注目されてい

ない米国のSASB (Sustainability Accounting Standard Board) のアプローチが詳細に紹介されており興味深い。

第二は「企業の属性等に関する情報」である。欧米の公的年金基金のアクティブな行動が紹介されている。

第三は「企業不祥事・企業批判に関する情報」である。これはむしろ企業自身からよりも各種NGOやメディアから得られることが多く、ささいなものであれば直ちに企業価値の毀損にはつながらないが、深刻なものであれば大きく毀損することも少なくない領域である、と指摘している。

論文の後半部分は、ESG投資にかかるインベストメントチェーンが示され、その一環としてESG情報提供機関の役割が論述されている。著者(林)

が「グローバルに企業分析を行うESG格付け機関」、「データプロバイダー」、「特定領域特化型(環境特化型等)」に3分類していることは参考になる。

この分野においても競争が激しくなっておりESG情報提供機関のリサーチの品質が問われるようになったことを指摘している。

以上、投資情報にまつわるホットなテーマにつき4人の方に寄稿いただいた。ビッグデータの利用、新XBRLへの期待、ESG情報ベンダーの可能性、ESG情報の類型化などである。新たな投資情報分析の時代が到来していることを読者は実感されるのではないか。改めて4人の方に玉稿賜ったことを感謝したい。